ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XL, 22 SECTIO H 2006
Wydział Ekonomiczny UMCS

ELŻBIETA MARIA WROŃSKA

Cele właścicieli a cele przedsiębiorstwa

The goals of shareholders and the goals of the firm

Abstract: Z popularnej w ostatnich latach koncepcji zarządzania przez wartość wynika, że celem nadrzędnym funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej winna być maksymalizacja majątku właściciela. Eksponowana potrzeba realizowania przez menedżerów oczekiwań stawianych przez właścicieli wynika z rozdzielenia własności i zarządzania oraz ujawnienia różnic w interesach właścicieli i zarządzających.

W artykule zostały przedstawione wybrane koncepcje opisujące relację celów akcjonariuszy oraz przedsiębiorstwa, w tym m.in.: teoria agencji oraz teoria grup udziałowych. Wielość teorii podejmujących próbę wyjaśnienia tych relacji oznacza, że są one istotne z punktu widzenia procesu zarządzania przedsiębiorstwem, jego efektywności oraz z punktu widzenia kształtu i efektywności rynku kapitałowego w gospodarce.

WARTOŚĆ DLA AKCJONARIUSZY CELEM DZIAŁANIA PRZEDSIĘBIORSTWA
Shareholder value as a goal of a firm

Od początku lat 90. XX w. coraz częściej deklarowanym kryterium decyzyjnym przy ustalaniu strategii rozwoju przedsiębiorstw stała się wartość dla akcjonariuszy. Uważa się coraz powszechniej, że celem nadrzędnym funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej winna być maksymalizacja majątku właściciela.

Przedsiębiorstwa obecnie winny więc uznawać za główny cel swojego funkcjonowania tworzenie wartości dla właścicieli. Współcześni menedżerowie zobowiązani są zatem poszukiwać odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób należy prowadzić biznes, aby decyzje podejmowane w ramach danego przedsięwzięcia przyczyniały się do kreowania wartości dla akcjonariuszy. Podejście uznające

tworzenie wartości dla akcjonariuszy za główny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa początkowo pojawiło się w końcu lat 80. w pracy A. Rappaporta[1], a następnie znalazło uznanie wśród takich autorów jak G. B. Stewart[2], T. Copeland, T. Koller i J. Murrin.[3]

Zmiany, jakie dotyczą sposobu zarządzania współczesnym przedsiębiorstwem, doprowadziły do ukształtowania nowego nurtu w teorii zarządzania, który określany jest terminem zarządzanie przez wartość (*Value Based Management* – VBM). W procesie zarządzania wartością kluczową rolę odgrywa uznanie wartości dla akcjonariuszy za nadrzędny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa i opracowanie strategii, która zapewni realizację tego celu. Pojęcie wartości dla akcjonariuszy przenika wszystkie aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa. System VBM wymaga, aby strategia, pomiar osiągnięć, nagrody dla pracowników, struktura organizacyjna, procesy operacyjne zostały ustawione pod kątem zwiększania wartości.[4] System VBM zawiera narzędzia i procedury podejmowania decyzji strategicznych i operacyjnych, mających na celu długoterminowy wzrost wartości przedsiębiorstwa i pomnażanie bogactwa jej właścicieli.[5]

Eksponowana w świetle zarządzania przez wartość potrzeba realizowania przez menedżerów celów i oczekiwań stawianych przez właścicieli wynika z rozdzielenia własności i zarządzania we współcześnie działających podmiotach – spółkach kapitałowych. Natomiast nagłośnienie potrzeby realizowania przez menedżerów działań ukierunkowanych na wartość dla akcjonariuszy ma na celu wywarcie większej presji na zarządzających, by skłonić ich do działań zgodnych z oczekiwaniami akcjonariuszy.

Właściciel tradycyjnego przedsiębiorstwa – np. osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą – dysponuje wiązką praw, która gwarantuje mu m.in. pełen wpływ na podejmowane decyzje w ramach prowadzenia działalności oraz korzystanie z pełni dochodów (nadwyżki finansowej) generowanej w związku z prowadzoną działalnością.[6] Pojawienie się w XIX wieku spółek kapitałowych wprowadziło radykalną zmianę tradycyjnie ujmowanej koncepcji własności. Z ko-

---

[1] A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.

[2] G. B. Stewart, *The Quest for Value. The EVA TM Management Guide*, Harper Business, New York 1991.

[3] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.

[4] A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, J. Davis, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 83.

[5] A. Szablewski, *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa 2000, s. 15.

[6] W ujęciu J. Tittenbruna wiązka praw własności odnosi się do prawa do dochodu firmy, prawa do najmowania i zwalniania z pracy oraz prawa do sprzedaży powyższych praw Por. J. Tittenbrun, *Ekonomiczny sens prywatyzacji*, Wyd. Fundacja Humaniora, Poznań 1995, s. 133.

nieczności nastąpiło więc „oddelegowanie" władzy przez akcjonariuszy na rzecz wyspecjalizowanej grupy osób zarządzających.[7]

Do przyczyn powstawania spółek kapitałowych w początkach XIX wieku zaliczyć można: potrzebę istnienia podmiotów gospodarczych znacznie większych od tych, które działały w przeszłości, wzrost zapotrzebowania na kapitał i poszukiwanie jego nowych źródeł, konieczność uzyskania społecznej akceptacji dla posiadania dóbr inwestycyjnych (upowszechnienie własności). Wraz ze wzrostem wielkości zakresu działania (mierzonego przychodami ze sprzedaży i wartością aktywów) i wieku korporacji następował podział i rozdrobnienie ich właścicieli. Zmiany te spowodowały też wzrost siły i zakresu działania korporacji i menedżerów, ale zmniejszyły znaczenie i wpływ właścicieli.[8]

CELE WŁAŚCICIELI A CELE MENEDŻERÓW W ŚWIETLE TEORII AGENCJI

The goals of shareholders and the goals of managers – agency theory perspective

Rozdzielenie własności od zarządzania oraz zmniejszenie znaczenia właścicieli spowodowało jednocześnie ujawnienie różnic w interesach właścicieli i zarządzających. Wprawdzie interesy zarówno zarządzających, jak i właścicieli wiążą się z sytuacją przedsiębiorstwa, jednak stawiane przez nich cele różnią się. Wskazuje się, na przykład, że menedżerowie dążą do zapewnienia sobie pewności zatrudnienia w długim okresie, zadowalających dochodów, prestiżu płynącego z posiadanego stanowiska. Właściciele natomiast oczekują wysokiej rentowności zaangażowanego kapitału przejawiającej się we wzroście wartości udziałów oraz wysokości dywidend.[9]

Wskazane różnice interesów menedżerów i właścicieli składają się na tzw. problem agencji.[10] Problemy agencji pojawiają się w związku z faktem, że rozdzielenie funkcji właściciela i zarządzającego wymaga scedowania uprawnień decyzyjnych na menedżera. W analizie relacji agencji podstawowym problemem jest występowanie konfliktu interesów i celów zleceniodawcy i agenta, którzy są zaangażowani w te same działania, ale posiadają odmienne cele i stosunek do ryzyka. Innym aspektem teorii agencji jest możliwość wpływania właścicieli na

---

[7] K. Postrach, *Struktura własności a efektywność nadzoru właścicielskiego*, [w:] *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, pod red. S. Rudolfa, PWN, Warszawa 1999, s. 118.

[8] M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 12–14.

[9] Por P. Urbanek, *Nadzór właścicielski a systemy motywowania zarządów spółek*, [w:] *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red S. Rudolf, PWN, Warszawa 1999, s. 134–135.

[10] Tematowi problemów i teorii agencji w kontekście monitorowania i kontroli decyzji i działalności spółek poświęcona jest bogata literatura dotycząca nadzoru właścicielskiego w tym m.in. M. Jerzemowska, *op. cit.*; *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, PWN, Warszawa 1999; S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2002.

decyzje i działania menedżerów oraz możliwość monitorowania i nadzoru zachowań menedżerów przez właścicieli.

Z punktu widzenia menedżerów głównym źródłem konfliktu między zarządem spółki a akcjonariuszami jest to, że zarząd nie otrzymuje całości efektów, jakie powstają w wyniku ich zarządzania. Gratyfikacje finansowe kierownictwa i akcjonariuszy znacznie się różnią. Menedżerowie mają zagwarantowane wynagrodzenie płatne w formie pensji, podczas gdy akcjonariusze uzyskują dochody resztkowe, a więc z nadwyżki finansowej podmiotu gospodarczego pozostałych po spłacie jej wszystkich zobowiązań. Oznacza to, że dochody akcjonariuszy są silnie uzależnione od wyników ekonomicznych osiąganych przez spółkę.[11]

Jeżeli przedsiębiorca jest właścicielem i jednocześnie zarządcą, to przejmuje on całość efektów. Ponosi całość kosztów, ale i przejmuje całość korzyści.[12] W związku z rozróżnieniem właściciela i zarządzającego, zarządzający ponosi wszystkie koszty, ale w niewielkim stopniu partycypuje w efektach. Tak więc dla zarządu może być opłacalne zmniejszenie wysiłku przy równoczesnym przechwyceniu zasobów spółki do realizacji osobistych celów. Przyczyną powstawania konfliktów między akcjonariuszami a menedżerami jest więc fakt, że ci drudzy, jeśli nie są współwłaścicielami, nie mają prawa roszczeń do rezydualnych dochodów.[13] W efekcie tego menedżerowie nie mogą uzyskać pełnej rekompensaty swych kosztów wynikających ze zwiększenia wysiłków mających na celu wzrost zysku przedsiębiorstwa. Jako rekompensatę menedżerowie mogą np. przejmować część jej zasobów poprzez korzyści uboczne np. kosztowne budynki biurowe, luksusowe podróże wliczane w koszty działalności kierowanego podmiotu gospodarczego.

Różnice interesów właścicieli i menedżerów przejawiają się także innym stosunkiem do ryzyka. Akcjonariusze zwykle inwestują w udziały spółki tylko część swojego majątku i mają tendencję do rozkładania swoich inwestycji na udziały w wielu podmiotach. Kierownictwo natomiast koncentruje zazwyczaj swój „majątek" w przedsiębiorstwie, w którym pracuje. Ryzykowne przedsięwzięcia mogą przynieść duże dochody przedsiębiorstwu i akcjonariuszom, ale duża strata może zakończyć karierę menedżera. Akcjonariusze preferują więc przedsięwzięcia, z których spodziewają się wysokich dochodów. Kierownictwo, wybierając działania, które minimalizują ryzyko bankructwa (takie jak np. finansowanie działalności z wypracowanego zysku, nie zaś z zaciągniętych kredytów), sprawia, że spółka uzyskuje przeciętnie gorsze wyniki, niż uzyskałby właściciel.[14]

---

[11] J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, WUŁ, Łódź 2002, s. 189 oraz K. Postrach, *op. cit.*, s. 119.

[12] J. Gajdka, *op. cit.*, s. 189.

[13] Cz. Mesjasz, *Kontrakty menedżerskie jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytet Łódzki, Łódź 2002, s. 62.

[14] K. Postrach, *op. cit.*, s. 119 – szczegółowy wykaz możliwych praktycznych form zachowań

Dodatkowo problemy agencji należy rozpatrywać w kontekście asymetrii informacji, która może występować w następujących sytuacjach[15]:

– ukrytego działania przedstawiciela (*hidden action*) – kiedy przedstawiciel podejmuje działania, którego przebieg lub wynik nie może być obserwowany przez mocodawcę,
– ukrytej informacji (*hidden information*) czy też ukrytej wiedzy (*hidden knowledge*) posiadanej przez przedstawiciela – kiedy przedstawiciel ma informacje o zmiennych dotyczących środowiska niedostępne dla mocodawcy przed albo po zawarciu kontraktu agencyjnego.

W związku z występowaniem problemów agencji powszechnie uważa się, że menedżerowie dążą do osiągnięcia następujących własnych celów[16]: rozwoju własnej kariery zawodowej, wzrostu własnych dochodów (podstawowych i ubocznych), stabilności pozycji i perspektyw w firmie, wzrostu liczby posiadanych udziałów czy akcji. Kierownictwo w dużej mierze w swoich decyzjach kieruje się takimi czynnikami jak zwiększanie wielkości zakresu działania spółki, z czym związana jest wielkość ich dochodów, prestiż, a które to czynniki nie mają związku z interesami akcjonariuszy. Czynniki te mogą skłaniać zarząd do podejmowania decyzji niesłużących (a nawet szkodzących) akcjonariuszom.

Aby częściowo złagodzić skutki tych konfliktów, właściciele dążą do uzyskania możliwości bezpośredniego lub pośredniego wpływu na decyzje podejmowane przez menedżerów. System mechanizmów (procesów i rozwiązań instytucjonalnych), które umożliwiają udziałowcom spółki nadzór nad zarządzaniem ich własnością, można opisać między innymi w następujących kategoriach:

– motywowania i kontroli menedżerów przez istnienie i działanie rad nadzorczych,
– mechanizmów udziałowych – spowodowanie, by zarządzający byli jednocześnie posiadaczami akcji, co ma wpłynąć na większe związanie interesów udziałowca i zarządzającego,
– mechanizmów zadłużeniowych – zwiększenie zadłużenia ma spowodować wytężenie wysiłku zarządzających do efektywniejszego działania, w kierunku generowania nadwyżki pozwalającej na realizowanie stałych płatności związanych z obsługą zadłużenia.[17]

Wyżej opisane relacje między właścicielami a zarządzającymi są oparte na idei, że akcjonariusze są właścicielami spółek, a przez to mają wyłączne prawa wpływania na ich działalność i do ich kontroli. Zgodnie z tym poglądem pod-

menedżerów niezgodnych z interesami właścicieli zawarty został m.in. w Cz. Mesjasz, *op. cit.*, s. 64–65 oraz J. Gajdka, *op. cit.*, s. 193–194.

[15] Cz. Mesjasz, *op. cit.*, s. 60.

[16] *Ibid.*, s. 64.

[17] *Ibid.*, s. 56 i 65.

stawowym celem i uzasadnieniem istnienia korporacji jest maksymalizacja stanu posiadania i bogactwa akcjonariuszy.

CELE WŁAŚCICIELI A CELE PRZEDSIĘBIORSTWA W ŚWIETLE TEORII GRUP UDZIAŁOWYCH

The goals of shareholders and the goals of firm – stakeholders theory perspective

Inną koncepcję relacji między właścicielami i przedsiębiorstwami prezentuje literatura przedmiotu, odwołując się do idei *stakeholders* – modelu grup udziałowych.

W koncepcji agencji uważa się, że interesy grup zainteresowanych funkcjonowaniem przedsiębiorstwa mają drugorzędne znaczenie w stosunku do interesu akcjonariuszy. Często można spotkać pogląd, iż mediacje dotyczące roszczeń grup udziałowych mogą przyczynić się do pogorszenia wyników działania podmiotu gospodarczego i wspomagać dowolność zachowań menedżerów.[18] Uważa się, że maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest najlepszym sposobem zapewnienia sukcesu przedsiębiorstwu. Takie podejście pozwala traktować relacje z pracownikami, klientami, inwestorami, dostawcami i społecznością jako zasadnicze źródło poprawy konkurencyjności na szczeblu spółki. Interesy tych grup winny być więc podporządkowane interesom akcjonariuszy i stanowić narzędzie realizacji celu, jakim jest maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy.

Koncepcja grup udziałowych opiera się na zanegowaniu stwierdzenia, że podmiot gospodarczy jest własnością dawców kapitału własnego. Dawcy kapitału wnieśli tylko kapitał podstawowy i przez to nie nabywają prawa do całego podmiotu i jego majątku. Przedsiębiorstwa są instytucjami społecznymi, które nie mają właścicieli. Menedżerowie korporacji nie są agentami akcjonariuszy, tylko administratorami aktywów podmiotu gospodarczego, które obejmują jej reputację, cechy, zdolności wyróżniające, kwalifikacje pracowników i dostawców. Celem przedsiębiorstwa nie powinna być zatem maksymalizacja stanu posiadania akcjonariuszy, ale całego biznesu.[19] Koncepcja grup udziałowych traktuje więc spółki jako instytucje społeczne. Takie traktowanie umożliwia grupom, innym niż akcjonariusze, na posiadanie w spółce interesów oraz na wysuwanie roszczeń w stosunku do niej. Koncepcja ta pozwala na poświęcanie części zysków na rzecz realizacji celów innych grup niż tylko akcjonariuszy.[20]

Jeśli przyjąć, że spółka nie jest własnością akcjonariuszy, a są oni jedynie jedną z grup udziałowych, to nie ma powodu twierdzić, że interesy akcjonariuszy powinny mieć priorytet nad interesami pozostałych grup mających udział

[18] M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 26.
[19] *Ibid.*, s. 45–47.
[20] *Ibid.*, s. 26–27.

w procesie podejmowania decyzji i przyczyniających się do powstania ekonomicznych korzyści dla spółki przez powiększenie stanu posiadania wszystkich grup udziałowych.[21]

Zarząd jest, zgodnie z koncepcją grup udziałowych, powiernikiem rzeczowego i niematerialnego majątku korporacji, a nie agentem akcjonariuszy. Obowiązkiem powiernika jest zachowanie i powiększanie wartości powierzonych aktywów i właściwe zbilansowanie wszystkich roszczeń względem stopy zwrotu generowanej przez te aktywa. Powiernicy mają obowiązek zachowania aktywów korporacji, co nie jest tożsame z dbaniem o wartość rynkową akcji. Obowiązki menedżerów–powierników odnoszą się do szerszych celów korporacji, a nie jedynie do finansowych interesów akcjonariuszy. Spółka jest definiowana jako zbiór, związek ustalonych długoterminowych relacji powierniczych.[22]

Inną różnicą między modelem agencyjnym i powierniczym jest to, że model agencyjny przyznaje priorytet bieżącym interesom akcjonariuszy, drugi zaś przewiduje zrównoważenie interesów wszystkich bieżących i przyszłych udziałowców (klientów, dostawców, pracowników). Różnice te wpływają na orientację menedżerów w postrzeganiu działań niezbędnych do długoterminowego rozwoju firmy.[23]

W zależności od przyjętej koncepcji, oczekiwania grup interesów stanowią podwaliny strategii przedsiębiorstwa. W agencyjnym modelu przedsiębiorstwa organizacja jest traktowana jako własność akcjonariusza i jest instrumentem realizacji celu, jakim jest służenie akcjonariuszom i ich bogacenie. Do głównych trudności w ramach tego modelu należy więc problem powiązania interesów kadry zarządzającej (agenta) z interesem akcjonariuszy. Rola zarządu jest sprowadzana do funkcji wykonawcy woli akcjonariuszy i w wyłącznym interesie akcjonariuszy.[24]

W udziałowym modelu funkcjonowania przedsiębiorstwa zorientowanego na równoważenie interesów wszystkich *stakeholders* konieczne jest utrzymywanie przez kadrę zarządzającą podniesionej gotowości w zakresie podejmowania decyzji. Odnosi się to do umiejętności przewidywania charakteru i wielkości wpływu realizowanych działań na każdą z wyróżnionych grup interesu oraz ich reakcji na działania podejmowane przez przedsiębiorstwo. Kierunek działalności przedsiębiorstwa w społecznym modelu wytycza odpowiedzialność społeczna, a miernikiem sukcesu jest dostarczenie satysfakcji wszystkim grupom interesu. Przed tego typu instytucją stoją następujące wyzwania: utrzymanie równowagi pomiędzy interesami reprezentowanymi przez wszystkie grupy posiadające inte-

---

[21] *Ibid.*, s. 47.

[22] *Ibid.*, s. 56.

[23] *Ibid.*, s. 57.

[24] Szerzej na temat modelu finansowego (agencyjnego) oraz społecznego (grup udziałowych) por. m.in. E. M. Wrońska, *Model przedsiębiorstwa, system nadzoru korporacyjnego a tworzenie wartości dla akcjonariuszy*, praca zbiorowa, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 109–116.

res w prowadzeniu działalności przez przedsiębiorstwo.[25] Zarządzanie podmiotem to dbanie o relacje między organami spółki a jej pracownikami i akcjonariuszami oraz zewnętrznymi źródłami zasileń finansowych i rzeczowych. W tym modelu funkcjonowania przedsiębiorstwa wpływ na działanie zarządu i podejmowane przez niego decyzje mają wszystkie zainteresowane grupy. Zarząd w tym modelu pełni rolę negocjatorów między interesami różnych grup zaangażowanych w funkcjonowanie przedsiębiorstwa.

W ostatnich latach pojawiły się jednak głosy, że traktowanie dążenia do zaspokajania interesów akcjonariuszy (tworzenia wartości dla akcjonariuszy) oraz równoważenia interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem jako celów alternatywnych jest błędem.[26]

Wytworzenie wartości dla akcjonariuszy odzwierciedla posiadanie wysokiego poziomu produktywności i konkurencyjności, z którego korzystają wszystkie grupy związane z przedsiębiorstwem, nie tylko akcjonariusze. Nie ulega wątpliwości, że konieczne jest zachowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa, jeżeli ma ono przetrwać i służyć interesom wszystkich podmiotów z nim związanych. Jednocześnie istnienie przedsiębiorstwa zależy w długim okresie od relacji finansowych ze wszystkimi *stakeholders*. Nie można tworzyć wartości dla akcjonariuszy w długim okresie jeśli ignorowane są zainteresowane podmioty – klienci, pracownicy, dostawcy, odbiorcy. Zauważyć należy, że podmioty gospodarcze, które nie zadowalają swoich *stakeholders*, muszą zrezygnować z prowadzenia biznesu.[27]

Wartość dla akcjonariuszy jest dodatkową wartością, jaka pozostaje po zaspokojeniu roszczeń pracowników, dostawców, społeczności lokalnej, rządu. W związku z powyższym można przyjąć, że wytworzenie wartości dla akcjonariuszy oznacza uprzednie zaspokojenie interesów *stakeholders*. Wartość dla akcjonariuszy jest więc nagrodą za zaspokojenie roszczeń wszystkich innych podmiotów zaangażowanych w prowadzenie przedsiębiorstwa – odbiorców, dostawców, pracowników, wierzycieli.[28]

Eksponowanie nastawienia na wartość dla akcjonariuszy wynika z faktu, że akcjonariusze ponoszą największe ryzyko związane z uzyskiwanymi dochodami

---

[25] Por. I. Koładkiewicz, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, POLTEXT, Warszawa 1999, s. 42.

[26] Por. M. C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, „Business Ethics Quarterly", Januar 2001, vol 12, no 1. Por. także A. Rappaport, *op. cit.*, s. 7 oraz T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 20.

[27] A. Campbell, M. Alexander, *What's Wrong with Strategy?*, Harvard Business Review, Nov/Dec 1997, vol. 75, issue 6.

[28] Por. E. M. Wrońska, *Rola finansów w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Rozwój rynku finansowego w Polsce*, red. P. Karpuś, J. Węcławski, UMCS, Lublin 2001, s. 339–351 oraz ead., *Wartość dla akcjonariuszy czy wartość dla wszystkich zainteresowanych stron?*, Annales UMCS, sectio H, Oeconomia, vol. XXXVIII, Lublin 2004, s. 397–408.

bieżącymi oraz odzyskaniem zaangażowanej kwoty. Kwoty zaangażowane przez inne podmioty (np. banki, pracownicy) są zabezpieczone. Dochody akcjonariuszy mają charakter rezydualny i z tego względu to, co dla nich pozostaje z wpływów do przedsiębiorstwa, winno być miarą efektów działania przedsiębiorstwa. Akcjonariusze posiadają więc najsilniejszą motywację do zarządzania zasobami w taki sposób, aby przedsiębiorstwo w długim okresie wygrało walkę konkurencyjną z innymi przedsiębiorstwami.[29] Jednocześnie akcjonariusze winni dążyć do zaspokojenia roszczeń wszystkich podmiotów zaangażowanych w prowadzenie działalności, gdyż od tych relacji zależy długoterminowy los istnienia i rozwoju przedsiębiorstwa, a więc i ich bogactwa.

Istnieje więc podejście do relacji między właścicielami a zarządzającymi, które jest zbieżne z interesami akcjonariuszy i zasadami postępowania uwzględniającymi odpowiedzialność społeczną.[30] Polega ono na uznaniu konieczności zachowania konkurencyjności przedsiębiorstwa, jeżeli ma ono przetrwać i służyć interesom wszystkich podmiotów z nim związanych. Uwzględnia się tu jednocześnie fakt, że dochody dla akcjonariuszy w długim okresie zależą od relacji finansowych ze wszystkimi podmiotami związanymi z przedsiębiorstwem.

W świetle powyższego nie ma zatem sprzeczności między maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy a uwzględnianiem interesów grup udziałowych. Dobre traktowanie pracowników, dobra obsługa klientów, utrzymywanie dobrych stosunków z dostawcami, terminowe regulowanie zobowiązań i posiadanie dobrej reputacji wśród odbiorców stanowi spełnienie oczekiwań *stakeholders*, ale jednocześnie leży w interesie właścicieli.[31]

CELE WŁAŚCICIELI A CELE SPÓŁKI I PRZEDSIĘBIORSTWA
Goals of shareholders, corporation and firm

Ciekawą koncepcję zależności celów właścicieli i przedsiębiorstwa zaprezentowali m.in. T. Janusz i D. Stos. Eksponują oni fakt, że spółka, jako podmiot posiadający odrębną osobowość prawną, nie jest własnością akcjonariuszy. Twórcy tej koncepcji dodatkowo podkreślają, że podstawowym działaniem spółki jest prowadzenie przedsiębiorstwa, które jest jej własnością. Cele można więc definiować na poziomie akcjonariuszy, na poziomie spółki jako osoby prawnej oraz na poziomie przedsiębiorstwa spółki jako jednostki wewnętrznej.[32]

---

[29] Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 25.

[30] Por. A. Rappaport, *op. cit.*, s. 8. M. C. Jensen nazywa to światłą (*enlightened*) maksymalizacją wartości firmy oraz światłą (*enlightened*) teorią *stakeholders*. Por. M. C. Jensen, *op. cit.*

[31] M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 30–31.

[32] T. Janusz, D. Stos, *Problemy wynagradzania zarządów spółek kapitałowych w systemie nadzoru właścicielskiego*, [w:] *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, PWN, Warszawa 1999, s. 150–151 oraz S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 177.

Jako cel akcjonariuszy przyjmuje się dążenie do zwiększania ich bogactwa i stanu posiadania, które jest ściśle związane z dążeniem do maksymalizowania wartości rynkowej akcji oraz dywidend.[33]

Cele spółki na ogół definiuje się przez pryzmat celów jej akcjonariuszy. W przypadku osobowych form gospodarowania (takich jak osoba fizyczna, spółka cywilna, spółka jawna) można uznać, że jest to podejście racjonalne. Spółka kapitałowa ma natomiast podmiotowość, a więc może występować odrębność celów. Odrębność podmiotowa akcjonariusza i spółki kapitałowej sprawia, że można rozpatrywać niezależne wiązki celów, badając ich wzajemne powiązania. A więc jeżeli za główny cel akcjonariusza można przyjąć zwiększanie wartości akcji i dywidendy, to nie oznacza to, że jest to podstawowy cel zarządzania spółką.[34]

Jeżeli za miernik realizacji celu inwestora kapitałowego przyjmuje się maksymalizację wartości rynkowej akcji, to z punktu widzenia spółki miernikiem celu może być iloraz rynkowej wartości kapitału akcyjnego i wartości księgowej kapitałów własnych. Dla spółki celem może być także maksymalizacja miernika odzwierciedlającego relację zysku netto do księgowej wartości kapitałów własnych. Wynika to z faktu, że maksymalizowanie wartości rynkowej posiadanych przez akcjonariusza akcji może być skorelowane z zyskiem netto i rentownością kapitału własnego. Efektem wysokiej zyskowności może być wzrost rynkowej wartości akcji oraz większe możliwości uzyskiwania dochodów bieżących w postaci dywidendy.[35]

Posiadanie przez spółki kapitałowe osobowości prawnej determinuje charakter stosunków własności między spółką a jej akcjonariuszami (udziałowcami). Istotą tych stosunków jest odrębność majątkowa spółki i akcjonariuszy.[36] Relacja własnościowa między spółką a akcjonariuszami powstaje w momencie zarejestrowania spółki. Z tą datą na spółkę przechodzi własność wkładów wspólników, które w żadnych okolicznościach nie mogą być im zwracane w trakcie istnienia spółki. Równowartość wniesionych wkładów przechodzących na własność spółki stanowi kapitał własny akcjonariuszy, oznaczający wiązkę ich praw.[37]

---

[33] Tak sformułowany cel dotyczy spółek akcyjnych notowanych na giełdzie. W przypadku pozostałych podmiotów wzrost wartości udziałów ma znaczenie w warunkach wyjątkowych. Por T. Janusz, D. Stos, *op. cit.*, s. 151 i 154 oraz S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 177.

[34] T. Janusz, D. Stos, *op. cit.*, s. 150–151 oraz S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 177.

[35] T. Janusz, D. Stos, *op. cit.*, s. 150–156 oraz S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 177–179, chociaż, jak zauważają autorzy, zysk netto może mieć pozytywny związek z wartością rynkową akcji, to już niekoniecznie z dywidendami, gdyż silne oddziaływanie zarządu w celu maksymalizacji zysku może prowadzić nawet do zmniejszenia możliwości wypłaty dywidend przez spółkę. Roczny zysk netto będący przedmiotem podziału na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy nie ma charakteru pieniężnego.

[36] S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 185.

[37] Akcjonariusz posiada prawa do wyniku osiągniętego przez spółkę, głosu w ściśle określonych sprawach i w ściśle określonym trybie podczas zgromadzenia akcjonariuszy, majątku pozo-

Dla przedsiębiorstwa spółki kapitałowej priorytetowym celem jest natomiast uzyskiwanie przychodów, co wiąże się z osiąganiem znaczącej pozycji rynkowej. Miernikiem podstawowego celu przedsiębiorstwa spółki jest relacja wielkości obrotów do zaangażowanego majątku.[38] Zwrócić należy uwagę na to, że silny nacisk na wzrost akcji (będący wyrazem dążenia do zaspokojenia celu akcjonariuszy) może utrudniać maksymalizację obrotów i wówczas cel akcjonariusza może w działaniach zarządu spółki zejść na dalszy plan.

Spółkę w rozumieniu przedsiębiorstwa można określić jako zorganizowaną grupę składników majątkowych i wierzytelności je obciążających. A zatem aktywa i pasywa obce odnoszą się do spółki–przedsiębiorcy, natomiast pasywa własne odzwierciedlają spółkę–związek wspólników. Obrazem spółki w rozumieniu związku wspólników jest struktura kapitałów własnych, zasady współdziałania akcjonariuszy wyrażone w treści statutu, którego postanowienia są wiążące dla wszystkich organów spółki.[39]

Ocenę współzależności celów przedsiębiorstwa, spółki i akcjonariuszy umożliwia system wskaźników Du Ponta. Model ten przez koncentrację na wybranych wskaźnikach wskazuje czynniki wpływające na zyskowność kapitału netto. Zgodnie z tym modelem zyskowność netto kapitału własnego zależy od (jest iloczynem) następujących elementów: zyskowności netto przychodów ze sprzedaży (liczonej jako relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży), produktywności aktywów ogółem (liczonych jako relacja przychodów ze sprzedaży do aktywów ogółem) oraz znaczenia kapitałów własnych w finansowaniu majątku ogółem (mierzonego relacją aktywa ogółem do kapitału własnego). Relacja ta wskazuje na zgodność celu przedsiębiorstwa spółki, celu spółki i celu akcjonariusza, pod warunkiem że nastąpi spójność trzech strategii:

1) maksymalizacja rentowności przychodów,
2) maksymalizacja produktywności aktywów,
3) minimalizowanie udziału kapitału własnego.[40]

Z punktu widzenia akcjonariuszy miernik zysku netto jest najlepszym kryterium oceny efektów. Miernik ten ma jednak kilka wad: skraca horyzont czasowy działań zarządu, jest podatny na „manipulacje księgowe", antagonizuje spółkę z otoczeniem. Miernik zysku osłabia skłonność zarządów do działań długofalowych ze względu na relatywnie krótkie kadencje zarządu oraz roczne ujęcie wyniku finansowego. W efekcie może wywołać niekorzystne tendencje w postaci dążenia zarządu do[41]:

---

stałego po likwidacji spółki, poboru akcji następnych emisji lub objęcia udziałów w podwyższonym kapitale. Por. S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 185–186.

[38] T. Janusz, D. Stos, *op. cit.*, s. 151 oraz S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 177.

[39] S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 186–187.

[40] T. Janusz, D. Stos, *op. cit.*, s. 152.

[41] T. Janusz, D. Stos, *op. cit.*, s. 151–152 oraz S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 179.

- unikania kredytów jako formy finansowania działalności spółki,
- unikania inwestycji w obawie przed wzrostem kosztów amortyzacji,
- unikania remontów w obawie przed wzrostem kosztów,
- maksymalizacji cen sprzedaży, nawet kosztem utraty pozycji na rynku.

Elementem łączącym akcjonariuszy, spółkę oraz przedsiębiorstwo spółki jest zarząd spółki. W polskich warunkach zarządy prowadzą nie tylko sprawy spółek (tj. sprawy podmiotowe, związane z reprezentacją interesów właścicieli), ale też wypełniają funkcje kierownicze względem prowadzonych przez spółkę przedsiębiorstw. Zarząd spełnia więc dwie funkcje[42]:

- zastępstwa spółki – występowanie w imieniu właścicieli na zewnątrz w obrocie prawnym z osobami trzecimi,
- kierowniczą – polegającą na administrowaniu wewnętrznymi sprawami spółki (prowadzenie przedsiębiorstwa spółki).

W wyniku przeprowadzonych przez autorów badań, mających na celu określenie, w czyim interesie są podejmowane decyzje w spółce, stwierdzono, że nie występują większe różnice w postrzeganiu celu działania między przewodniczącymi rad nadzorczych a zarządami.[43] W hierarchii celów realizowanych przez prezesów największą rangę uzyskują cele przedsiębiorstwa (rozwój przedsiębiorstwa oraz udział w rynku), na drugim miejscu znalazły się cele akcjonariuszy (wysoka wartość rynkowa oraz dywidenda). Najsłabiej w działaniach zarządu są reprezentowane cele innych interesariuszy (utrzymanie poziomu zatrudnienia oraz współpracy ze środowiskiem). Niska ranga, jaką uzyskali interesariusze, może być tłumaczona tym, że ich interesy są chronione przez regulacje prawne, które określają kolejność zaspokajania roszczeń poszczególnych grup interesariuszy. Z punktu widzenia przepisów prawa najmniej uprzywilejowaną pozycję zajmują akcjonariusze, którzy są uprawnieni do otrzymania tzw. dochodów resztkowych, czyli tego, co zostało z zysku spółki po jego rozdysponowaniu na inne cele: spłacenie wszystkich zobowiązań spółki wobec budżetu państwa, kredytodawców, dostawców, pracowników.[44]

PODSUMOWANIE
Conclusions

Omówione wyżej koncepcje są wybrane spośród wielu opisujących relacje między celami akcjonariuszy i przedsiębiorstwa.[45] Wspomnieć należy jeszcze

[42] T. Janusz, D. Stos, *op. cit.*, s. 154 oraz S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 179–180.

[43] S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 178.

[44] S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 178.

[45] Klasyfikacje oraz szersze omówienie teorii opisujących relację między akcjonariuszami a spółką zostały opisane w S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *op. cit.*, s. 34–37.

teorię Stewarda, zgodnie z którą przewodnim motywem, jakim kierują się menedżerowie, jest dążenie do wykonywania „dobrej roboty". Oznacza to, że nie występują tutaj problemy z motywowaniem osób zarządzających spółkami; nie ma też konfliktu interesów między menedżerami i akcjonariuszami. Inna koncepcja, nazywana teorią hegemonii menedżerskiej, odnosi się do sytuacji, w której korporacje są kierowane przez klasę wysoko wykwalifikowanych profesjonalnych menedżerów, mających wiedzę i informacje niedostępne dla innych podmiotów związanych z przedsiębiorstwem.

Tematyka relacji między właścicielami a przedsiębiorstwem oraz zarządem jest od wielu lat przedmiotem badań, co oznacza, że jest ona ciągle nie do końca rozpoznaną i jednocześnie pozostaje wciąż interesującą kwestią. Wielość teorii podejmujących próbę wyjaśnienia tych relacji oznacza, że są one istotne z punktu widzenia procesu zarządzania przedsiębiorstwem, jego efektywności oraz z punktu widzenia kształtu i efektywności rynku kapitałowego w gospodarce.

Celem artykułu było przedstawienie kilku wybranych koncepcji opisujących relację celów akcjonariuszy oraz przedsiębiorstwa. Podkreślić należy, że spośród wielu teorii autorka skoncentrowała się na tych, które, w jej opinii, najpełniej oddają istotę podnoszonych w artykule kwestii. Przy doborze teorii, które zostały w artykule zaprezentowane, uwzględniono również kompletność tych koncepcji w kontekście analizowanych relacji.

Podkreślić należy, że konflikty występujące w organizacji, w tym także między akcjonariuszami a przedsiębiorstwem, są czymś normalnym.[46] Współcześnie w naukach o zarządzaniu konflikt jest traktowany jako jeden z czynników rozwoju organizacji. Nie należy dążyć do likwidacji wszelkich objawów pojawiania się sprzecznych celów we współpracy zarządu spółki z akcjonariuszami. Występowanie naturalnego konfliktu celów między organami spółki jest istniejącą niezależnie od naszej woli rzeczywistością organizacyjną, niemożliwą do wyeliminowania. Konflikty mogą mieć charakter konstruktywny pod warunkiem, że dominacja jako najczęstsza forma rozwiązywania konfliktów organizacyjnych zostanie zastąpiona przez integrację. Może więc należy uznać różnicę w celach wszystkich uczestników biorących udział w życiu gospodarczym i skoncentrować się na sposobach jej wykorzystywania dla dobra całej organizacji i jej rozwoju w ramach gry o sumie niezerowej dodatniej.

SUMMARY

Since early nineties the shareholder value is perceived as a goal of a firm. It means that the corporation should be managed to maximize the price of its stock, which is

[46] Zgodnie z teorią konfliktów M. Follet por. A. Peszko, *Funkcje i metody nadzoru właścicielskiego w spółkach*, [w:] *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, pod red. S. Rudolf, PWN, Warszawa 1999, s. 43.

equivalent to maximizing shareholders' wealth. This goal must be taken into account when making decision by management and the managers should act in the best interests of shareholders.

There is possibility that managers would take actions not considering the interests and goals of shareholders. The problem of such managers' activity is called agency problem.

Management and shareholders interests might differ. The managers may want to use company funds to benefit them but cost the shareholders. The shareholders use lots of different tools to make the managers behave for shareholders sake. The shareholders may employ the following incentives: board of directors, compensation, debt decisions, stock options.

There are different theories describing the relation between the shareholders, corporation and managers, e.g. agency theory, stakeholder perspective. Every theory offers many ways of tackling different goals. This article focuses on three theories to show the wider context of shareholders – firm relation.